

デジタル通貨覇権競争の幕開け と次世代決済の展望

経済調査部 中田 理恵
ニューヨークリサーチセンター 鈴木 利光

要 約

第二次トランプ政権ではステーブルコインを法規制の枠組みに取り込み、次世代の基軸通貨争いにおいて米ドルを支えるツールとして活用する方針へと転換した。GENIUS 法（Guiding and Establishing National Innovation for U.S. Stablecoins Act）は、ステーブルコインの発行に承認制度を導入してその準備資産を分別管理することで、ステーブルコインがもたらし得るリスクの削減を図り、米国政府による統制を確立し、米国式ルールの国外展開を促進する内容となっている。

中央銀行デジタル通貨 CBDC（Central Bank Digital Currency）に注力する欧州や中国、トークン化預金の開発を優先する英国、金融ハブとして多様な選択肢を検討する香港など各国・地域は異なるデジタル通貨戦略を持つ。

日本の次世代を担うデジタル通貨の形態としては金融市場の安定維持という観点から CBDC とトークン化預金の併用が理想的と考える。しかし、当面は決済様式の多様化に備えて選択肢を絞らず幅広いデジタル通貨の形態を模索することが求められよう。

目 次

- 1 章 ステーブルコインの概要と現況
- 2 章 米国によるステーブルコイン推進策の狙い
- 3 章 ステーブルコイン規制法は米ドルの支配的地位を如何にして高めるか
- 4 章 ステーブルコイン推進策がもたらし得る変化と各国・地域の対応、日本への示唆

「本日午後、我々は GENIUS 法への署名をもって、世界の金融と暗号技術におけるアメリカの支配を確固たるものにするための大きな一歩を踏み出す。」2025 年 7 月、米国におけるステーブルコインの包括的規制を定めた GENIUS 法(Guiding and Establishing National Innovation for U.S. Stablecoins Act)の署名式におけるトランプ大統領の発言である。足元では米ドル依存体制がもたらすリスクを意識した海外勢による米ドル離れが起きており、同時にブロックチェーン技術の発展が各国政府による次世代の送金手段・ネットワークの形成を加速させている。こうした動きは米ドル基軸通貨体制を揺るがすものであり、バイデン前政権までの米国は既存の秩序を乱し得るデジタル通貨の利用拡大を警戒して、距離を置く傾向にあった。しかし第二次トランプ政権ではデジタル通貨の一つであるステーブルコインを規制の枠組みに取り込み、次世代の基軸通貨争いにおいて米ドルを支えるツールとして活用する方針に転換した。GENIUS 法はこの方針を制度面から支える柱である。

本稿では、米国のステーブルコイン推進策の狙い及び米国の方針転換を受けた各国・地域のデジタル通貨戦略の変化を整理し、今後の展望と我が国の取り得る方針を検討する。

1 章 ステーブルコインの概要と現況

1. ステーブルコインとは

ステーブルコインとは、一般的に特定の資産・通貨に価値を連動させた暗号資産を指す。ビットコインに代表されるような価値が大きく変動する暗号資産と比較して、ステーブルコインは価値が

安定的(stable)であることが特徴とされる。ステーブルコインはその価値を担保する方式によって、以下の4つに分類される(図表1)。

ステーブルコインに近い存在としては中央銀行デジタル通貨 CBDC (Central Bank Digital Currency: 以下、CBDC)、トークン化預金が挙げられる(図表2)。

CBDC は中央銀行が発行するデジタル版の貨幣であり、価値は国家に対する信用に基づく。一方、ステーブルコインは民間主体により発行されるデジタル資産であり、価値は保有する準備資産あるいはアルゴリズムに対する信用に基づく。

トークン化預金は銀行預金をブロックチェーン上で取引できる形(トークン)にしたものである。なお、トークン化預金は準備資産を預金とした広義のステーブルコインの一種であるという見方もあるが、本稿ではトークン化預金とステーブルコインは異なるものとして扱う。CBDC、トークン

図表1 ステーブルコイン類型

種類	裏付け資産
①法定通貨担保型	法定通貨や法定通貨建て資産
②コモディティ担保型	金や原油等
③暗号資産担保型	ビットコインなど他の暗号資産
④無担保型	なし。アルゴリズムにより需給調整し価値の安定を図る

(出所) 各種資料より大和総研作成

図表2 デジタル通貨比較表

デジタル通貨	発行主体	価値	法定通貨との交換比率
CBDC	中央銀行	発行国への信用	1対1
トークン化預金	民間銀行	預金+預金保険	通常1対1
ステーブルコイン(法定通貨担保型)	民間銀行、その他事業者	準備資産	1対1を基準に常に変動

(出所) 各種資料より大和総研作成

化預金の詳細は4章にて詳述する。

現在主に流通しているステーブルコインは、米ドルまたは米ドル建て資産を担保として米ドルに価値を連動（ステーブルコイン1単位の価格が1ドルとなることを目標とする）させた前掲図表1の「①法定通貨担保型」であり、先に挙げた政策の主眼ともなっている。そのため、本稿のステーブルコインについては、主に「①法定通貨担保型」について説明していく。

2. 決済・送金手段としてのステーブルコイン

当初、ステーブルコインの主な用途は、価格変動の激しい暗号資産取引を行う上で、法定通貨への換金をせずにブロックチェーン上で安定的に価値を保存することであった。しかし、足元ではステーブルコインは暗号資産取引の媒介のみならず、既存の銀行ネットワークによる送金・決済手段の代替として利用される動きが生じている。

ボストンコンサルティンググループが2024年の取引データを対象に行った分析ではステーブルコインの取引を目的別に分類すると88%は暗号資産取引の媒介、4%が法定通貨との交換、3%がReal World Asset (RWA) トークン（不動産や証券等をトークン化したもの）の決済、5%が送金であった。ステーブルコインに該当しないその他の暗号資産は価値が大きく変動するため、売買差益を狙った保有・取引が拡大したが、価値が急変動するが故に、貨幣の三大機能である「価値尺度、交換手段（決済機能）、価値保存」の条件を満たすことが難しい。一方、ステーブルコインは価値が比較的安定しており、先に挙げた貨幣の三大機能の条件から評価すると貨幣により近い存在といえよう。

同時に、ステーブルコインはブロックチェーン上で取引されるため、銀行サービスの代替を求める人々の需要を満たすことができる。例えば、海外送金における金銭的・時間的コストの低減、自国の銀行サービスの欠如あるいは金融制裁等による銀行利用の制限等が挙げられよう。また、今後の展開として、スマートコントラクト（ある条件で作動するプログラムをブロックチェーン上に登録し、条件が満たされた際に自動的に結果を記録する仕組み）を活かした投資商品や実店舗での支払い手段としての利用拡大も見込まれている。

3. 注目度の高いステーブルコイン

以下では、比較的注目度が高いステーブルコインをまとめる（図表3、図表4）。

テザー（単位：USDT）

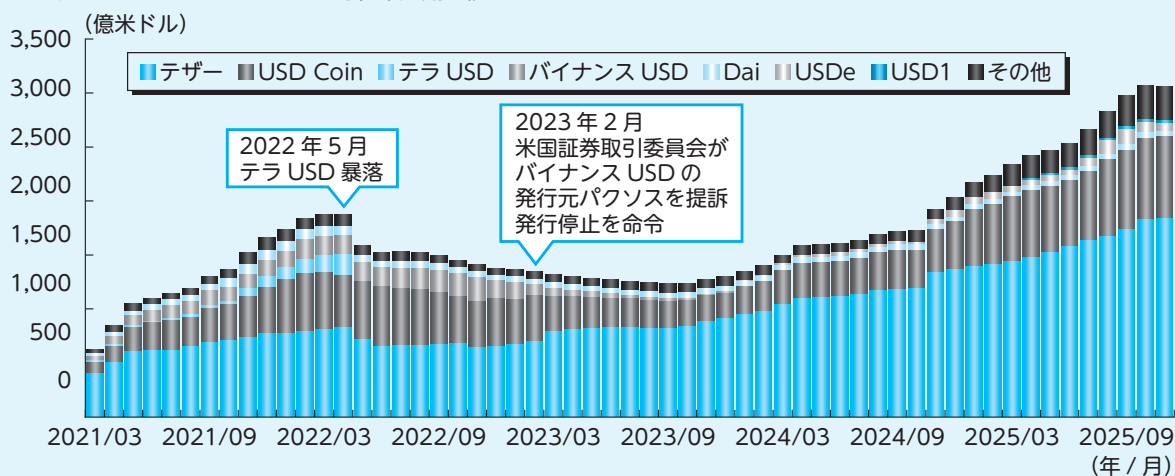
最も時価総額が大きく、なおかつ取引に占める割合も高いステーブルコインである。香港で設立された後に2025年にエルサルバドルに拠点を移したテザー社が発行しており、先述の図表1の「①法定通貨担保型」（担保は主に米ドル建て資産）に分類される。公開時期は2014年と早く、ステーブルコインの先駆けとなった存在である。四半期ごとに償還の担保となる準備資産の運用状況を報告しており、2025年9月末時点において、

図表3 主要ステーブルコイン一覧

名称（単位）	発行者	設立拠点	タイプ
テザー (USDT)	テザー	香港	①法定通貨担保型
USD Coin (USDC)	サークル	米国	①法定通貨担保型
World Liberty Financial USD (USD1)	World Liberty Financial	米国	①法定通貨担保型

（出所）各社資料より大和総研作成

図表4 ステブルコイン時価総額推移



(注1) 民間統計であり、暗号資産の全体像を正確に捉えきれない可能性に留意されたい。

(注2) データの取得制約の関係で 2025 年 3 月までは World Liberty Financial USD をその他に含み、2025 年 4 月以降はバイナンス USD をその他に含む。

(出所) DefiLlama より大和総研作成

準備資産のうち約 62%を米国債、約 10%を翌日物リバースレポ取引が占めている。また、残り約 28%は担保付融資、マネー・マーケット・ファンド (MMF)、ビットコイン、貴金属等に割り当てられている。

USD Coin (単位: USDC)

テザーに次いで 2 番目に時価総額が大きいステーブルコインである。米国に拠点を置くサークル社が発行しており、「①法定通貨担保型」(担保は米ドル建て資産)に分類される。2018 年に公開されたが、2024 年以降急速に取引シェアを拡大している。透明性の高い準備資産情報をセールスポイントとして、第三者機関による監査を受けた準備資産の運用状況を月次で報告している。サークル社の報告によると 2025 年 10 月末時点において、準備資産のうち 87%が MMF、13%が現預金となっている。なお、MMF で保有する資産の内訳を見ると対準備資産合計で約 35%が米国債、約 53%が米国債を用いたレポ取引である。

World Liberty Financial USD (単位: USD1)

トランプ大統領及び親族が経営に関わる World Liberty Financial が発行する「①法定通貨担保型」のステーブルコインである。時価総額はテザー、USD Coin を下回るものの、2025 年 4 月の公開以降、時価総額が急激に拡大し、本稿の執筆時点 (2025 年 12 月 11 日) で 6 番目に時価総額が大きなステーブルコインとなっている。CoinMarketCap の集計に基づいた時価総額は 2025 年 4 月末時点の 1.4 億ドルから同年 5 月 1 日に 21.3 億ドルに急拡大し、執筆時点では 27.1 億ドルである。ロイター社の報道によると、2025 年 5 月 1 日にアブダビの投資会社 MGX によるバイナンス社への出資に 20 億ドル相当の USD1 を使用することがエリック・トランプ氏 (トランプ大統領の息子) の発言により明らかになっており、保有構造の偏りを指摘する声もある。

4. 時として米ドルから大きく乖離する価格

ステーブルコインの価値は暗号資産全般と比べると安定しているが、冒頭で述べたように CBDC と比べると、その価値は保有資産に対する信用あるいはアルゴリズムに基づくため、価格が揺らぎやすい。このため時として、価格が1ドルから大きく乖離する。

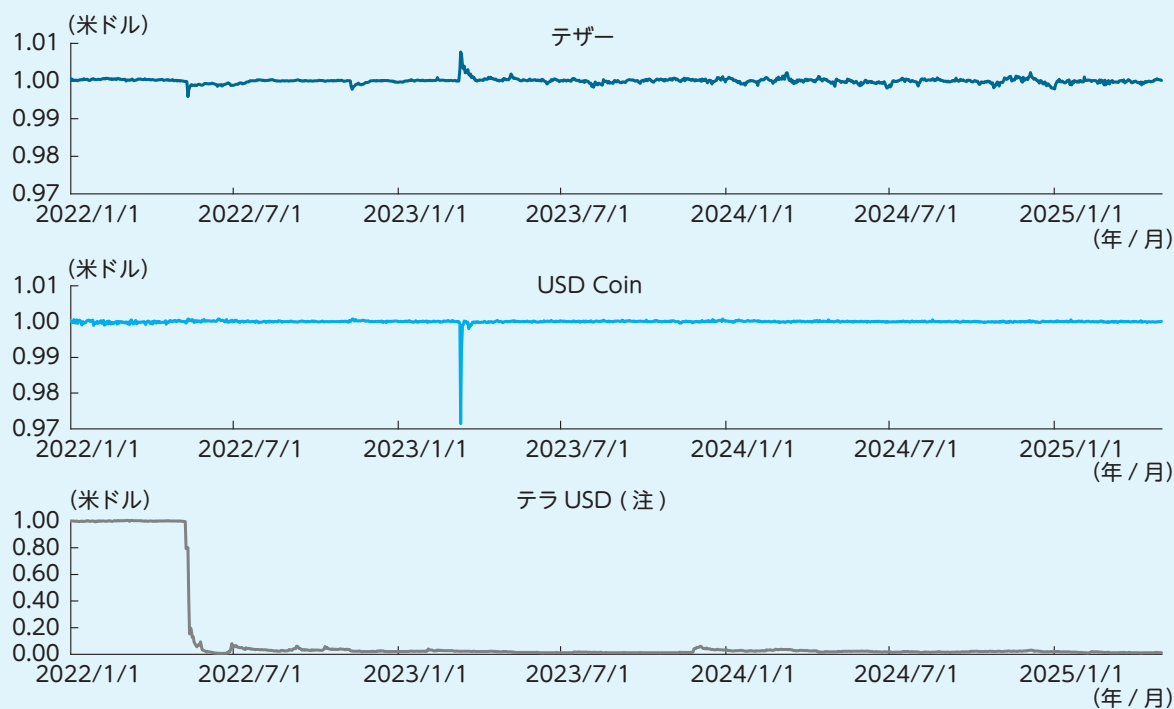
図表5では、2022年1月1日から2025年4月30日までのステーブルコインの価格推移を示している。2023年3月11日にはテザーの価格が上昇すると同時にUSD Coinの価格が一時3%近く下落している。この急落はUSD Coinの準備資産の一部を預けていたシリコンバレー銀行が破綻したことによって、準備資産の安全性に対す

る疑念が生じたことに起因している。テザーの上昇は恐らくUSD Coinから引き揚げられた資金の退避先となったことによるものと考えられる。

USD Coinの価格は一時の急落を経た後に、1.00ドル前後に回復した。一方で、価格が回復せず完全にドルから乖離したステーブルコインも存在する。図表1にある「④無担保型」ステーブルコインであるテラUSDは2022年5月の急落以前はステーブルコインとして時価総額3位または4位に位置していたが、2022年5月に突如として暴落した。名称を変更してリブランディング（ブランドの再構築）を図る等対策が講じられたが、価格は回復せず、現在では完全に米ドルから乖離した状態にある。

ステーブルコインはCBDCと異なり、法定通貨と同等の信用を本質的に有するものではない。

図表5 ステーブルコインの価格推移



以上のケースが示すように、準備資産の保有及び管理体制への市場の信認が揺らいだ時に、突如として価格が急落するリスクが存在する。

このような性質を持つステーブルコインが、クロスボーダー決済や資産保全の手段としてあたかも「米ドルのデジタル版」であるかのように広範に利用される場合、その信認構造の脆弱性が金融市場全体に波及する可能性がある。2008年の金融危機時には、預金の代替のように扱われていたMMFの元本割れが引き金となり、MMFの取り付け騒ぎが発生し、短期金融市場全体の混乱を引き起こした。急速に市場規模を拡大しつつあるステーブルコインに対しては、発行体の資産保全・開示義務等を課す等、法的枠組みの整備が必要不可欠であるといえよう。

2章 米国によるステーブルコイン推進策の狙い

1. 通貨主権を脅かし得るステーブルコイン

本来的に民間主体で発行されるステーブルコインは通貨主権を脅かし得る存在である。米ドルの代替機能を持つステーブルコインが中央銀行の管轄外で発行され国内で流通することは、貨幣供給量の管理能力、及び金融政策の有効性を低下させる恐れがある。また、ブロックチェーン上での取引は匿名性が高く、短時間での国境を超える資金移動が可能のため、ステーブルコインが資本規制の抜け道となる可能性もある。

2019年に旧Facebook社（現Meta Platforms）が中心となって発表したリブラ構想は、ステーブルコインがもたらし得るリスクが大きく注目されるきっかけとなった。リブラは準備資産を担保と

して発行される独自のデジタル通貨となる計画であった。世界各国に展開し20億以上のユーザー数を持つ旧Facebook社によるデジタル通貨の発行計画は、グローバルステーブルコインの登場がもたらす影響について議論を呼び起こし、各国の政府、金融当局、中央銀行からの批判を浴びた。パウエルFRB（連邦準備制度理事会）議長も2019年7月の下院金融委員会の公聴会にて、リブラについて「プライバシー、マネーロンダリング、消費者保護、及び金融の安定性に関して深刻な懸念を引き起こす」と発言している。

2. ステーブルコインを「制限」から「統制」へ

ステーブルコインがもたらす通貨主権への影響を抑える手段としては、ステーブルコインの発行・流通の「制限」、「統制」、あるいは「対抗馬」となるCBDCの開発」という選択肢が考えられる。これまで米国はステーブルコインの存在自体をリスク要因とみなす傾向にあり、主に「ステーブルコインの制限」と「CBDCの開発」を選択してきた。ステーブルコインに関する包括的な規制は導入せず、FRBによるガイダンスやSEC（米国証券取引委員会）による取り締り等によりその膨張に制限を課していた。CBDCについては積極的ではなかったものの他国に後れをとらないよう研究を行ってきた。しかしながら、第二次ランプ政権は規制を導入することでステーブルコインを「統制」する方針へと転換し、同時に「制限」を緩和（SECによる訴訟・調査の停止、FRBによるガイダンスの撤回等）し、「CBDCの開発」を停止させている。

このような方針転換は、諸外国によるCBDCの研究・開発が進展する中で、米ドルの国際金融

における影響力を維持することが動機にあると考えられる。CBDCの研究・開発に関しては主要国の中で中国が最も進んでいるとされる。中国は2009年頃よりクロスボーダー決済における米ドル依存からの脱却と人民元の国際化を企図し、2014年には中央銀行内にデジタル通貨専門研究チームを発足させた。一方、米国はCBDCの導入に慎重な姿勢を示し、日本銀行、欧州中央銀行、イングランド銀行等が参加する主要中央銀行によるCBDCの研究グループにも2020年1月の発足時には参加していなかった。

3. 基軸通貨米ドルを通じた国際金融の支配

米国がCBDCの発行に慎重な姿勢を示していた理由には、銀行預金からのシフトやプライバシーといったCBDC導入に関わる一般的な懸念に加えて、CBDCの存在が既存の米ドル及び銀行を中心としたクロスボーダー決済ネットワークを変革し得る点があるだろう。現状、事実上の標準規格となっている米ドル及び銀行を中心としたクロスボーダー決済ネットワークは米ドルひいては米国の金融領域における影響力を支えている。例えば、米国が直接的に関わっていない二国間取引においても、決済に基軸通貨である米ドルを使用する場合、その決済処理は一般的に米国内の決済システムを介して行われる。仮に米国が特定の国に対して金融制裁を発動すれば、制裁対象国は米国以外の国との取引においても主要な決済ルートを使用することができなくなる。米国は米ドルの決済の動きを把握することで情報を得ることができ、主要な決済通貨である米ドルの動きをコントロールできることが金融領域における米国の影響力を支えている。

第一次トランプ政権下の2019年12月にムニューシン財務長官（当時）は下院金融サービス委員会の公聴会にて米国においてCBDCを開発する必要性について問われた際に、「Fedwire（筆者注：米国の決済システム）を通じた送金は追跡可能であり、SWIFT（国際銀行間通信協会 筆者注：決済における送金情報伝達サービス。クロスボーダー決済において事実上の標準規格である）経由の資金にも識別子が付いている」、「今後5年間にわたってFRBがデジタル通貨を発行する必要性はない」と回答している。米国がCBDCを用いた新たな決済網を構築することは、既存の決済ネットワークがもたらす優位性を自ら損ねてしまう危険があると認識していたのではないだろうか。

4. 中国を中心としたCBDC決済網構想の実用化段階入り

このような観点を踏まえると、中国を含む複数の国・地域間でCBDCを用いた決済ネットワークの構築が進んだことは米国にとって重要な転換点になったと考えられる。複数の中央銀行・金融当局が参画するmBridge計画はCBDCをブロックチェーン上で取引することで従来のクロスボーダー決済における問題点を改善することを目標としている。言い換えれば、mBridge計画は既存のクロスボーダー決済ネットワークと異なる新たな決済ネットワークを構築するプロジェクトでもある。同プロジェクトは2021年2月に中国、タイ、UAEの中央銀行、香港金融管理局、BISイノベーション・ハブ（香港）が発足メンバーとなって発表された。2024年にはサウジアラビア中央銀行が加わり、2024年11月時点では28の中央銀行または通貨当局と世界銀行、IMF、アジアインフ

ラ投資銀行がオブザーバーとして参加していた。mBridge 計画は試験運用において従来のクロスボーダー決済と比較して大幅な費用削減及び決済時間の短縮が実証され、2024 年 6 月には製品として実用化できる段階に入った旨が発表された。

米国の CBDC となる「デジタルドル」を公的部門主導で開発する代わりに、民間のステーブルコインを統制し実質的なデジタルドルとして機能させることで、ブロックチェーンの領域における米ドルの優位性及び米国の影響力を維持するという戦略が、第二次トランプ政権から始まった方針転換の背景にあるのではないだろうか。

5. ステーブルコインが米国にもたらすメリット

無論、諸外国の CBDC に対抗してデジタルドルの研究を加速させるという選択肢もあるが、ステーブルコインを活用することには複数のメリットが存在する。まず、第一にステーブルコインにおいては既に米ドルペッグが主流であり、米ドル優位の体制が出来上がっている点が指摘できよう。

その他のメリットについては、GENIUS 法案を提出したハガティ上院議員の発言において非常に端的に表されている。ハガティ氏は 2025 年 5 月 16 日に GENIUS 法案について次の声明を出している。「この法案は米ドル支配を固め、消費者を保護し、米国債の需要を増やし、デジタル資産分野における技術革新を我々の敵対者ではなく米国の手中に収めることを確実にする。」この発言が示すように民間主体のステーブルコインを活用することで、CBDC が国家によるプライバシーの侵害になるという批判を回避し、同時に公的部門主導で CBDC を開発するよりも競争による技

術革新や公的部門の負担軽減が期待できよう。加えて、CBDC は中央銀行への信用が価値の根源となるため、準備資産が必要とされない一方で、ステーブルコインは GENIUS 法に基づく規制が施行されれば、主に米国債が想定される準備資産を保有することが要請される。ハガティ氏は今後 10 年間で米国内のステーブルコイン発行者が米国債の最大の保有者になるという予測に言及している。

民間企業が長期目線をもってステーブルコインビジネスを展開できる環境を提供するためには、ステーブルコインの対抗馬となる CBDC の研究・開発を停止する指示が不可欠であったと受け止められる。

なお、本稿の執筆時点において (2025 年 12 月) CBDC の開発等を制限する反 CBDC 監視国家法案が審議中である。当該法案では開発を禁止する CBDC について「一般公衆に広く利用可能」であるという条件を付けている。米国は個人に対する CBDC の提供を禁止するが、金融機関等による利用を前提とする CBDC については開発禁止令の対象外となる可能性がある点には留意されたい。

3章 ステーブルコイン規制法は米ドルの支配的地位を如何にして高めるか

1. GENIUS 法概要

本稿冒頭で述べた通り、米国はステーブルコインを包括的に規制するべく GENIUS 法を制定した。同法は「支払い用ステーブルコイン」について、法的な位置づけ、規制管轄、許可された発行体に対する準備資産管理・情報開示等の義務、国外発

行されるステーブルコインに対する規制等を定めている。適用開始時期は、「制定日（2025 年 7 月 18 日）から 18 ヶ月後」または「連邦規制当局による適用指針の公表から 120 日後」のうち、いずれか早い時期と規定されている。以下は米国議会調査局が公表した GENIUS 法の概要を一部抜粋・翻訳し、概要に記載されなかったが本稿にて言及する GENIUS 法中の規定を筆者が追記したものである。

GENIUS 法 (S.1582) 概要

(2025 年 7 月 18 日公表版から一部抜粋翻訳、筆者追記あり)

■支払い用ステーブルコイン発行の要件

- ・支払い用ステーブルコインを「決済または清算のために発行され、あらかじめ定められた固定額（例：1 ドル）で償還可能なデジタル資産」と定義する。
- ・発行者は、発行したステーブルコイン 1 ドルごとに、少なくとも 1 ドルの準備資産を保有することが求められる。
- ・準備資産は、硬貨および紙幣（※）、預金取扱金融機関（連邦預金保険公社による預金保険の対象）や信用組合に預けられた預金（※）、短期米国債（※）、米国債担保付きレポ取引およびリバースレポ取引、政府系マネーマーケットファンド（※）、中央銀行準備金（※）、その他規制当局が承認した類似の政府発行資産（※）に限定する。（筆者追記：※マークの資産はトークン化したものも許容される）

- ・発行者は、ステーブルコインの償還手続きの確立と開示、ならびに発行残高および準備資産構成に関する定期報告を月次で行うことが求められる。
- ・発行残高が 500 億ドルを超える発行者は、監査済みの年次財務諸表を提出する義務がある。
- ・発行者は、ステーブルコイン保有者に利息を支払うことを禁止される。
- ・発行者は銀行秘密法（Bank Secrecy Act）の適用を受け、金融犯罪取締ネットワーク（FinCEN）は、調整されたマネーロンダリング防止（AML）規則を策定することが求められる。
- ・特定の金融犯罪で有罪判決を受けた者が発行者の役員や取締役になることを禁止する。

■外国発行者

- ・本法は、外国発行者による支払い用ステーブルコインの発行、および米国内での外国支払い用ステーブルコインのデジタル資産サービス提供者（例：取引所）による二次取引に関する要件を定める。一定の免除や特例が適用される場合がある。
- ・財務省は、米国と「同等の規制制度」を有する法域との間で「相互協定」を締結することが認められる。デジタル資産サービス提供者は、合法的な命令および「いかなる」相互協定にも従う外国ステーブルコインのみを提供できる。

■その他規定（以下、筆者追記）

承認を得ていない発行体が発行したステーブルコインの取り扱いは以下の通り制限される

- ・会計上、現金または現金同等物として扱わない。
- ・先物取引業者、デリバティブ清算機関、ブローカー・ディーラー、登録清算機関、またはスワップディーラーにおける証拠金や担保として、現金または現金同等物として適格としない。
- ・銀行間決済における決済資産として認めない。

2. 規制によるステーブルコインの分別、統制、米国式ルールの展開

1章にて、さらなる利用拡大が見込まれるステーブルコインに対して利用者保護と金融安定性の観点から包括的な規制が不可欠な点を指摘したが、GENIUS法の目的には利用者保護や金融安定性維持のみならず、米ドルの影響力の維持・向上がある。GENIUS法では、ステーブルコインの発行に承認制度を導入してその準備資産を分別管理することで、ステーブルコインがもたらし得るリスクの削減を図り、米国政府による統制を確立し、米国式ルールの国外展開を促進する内容となっている。

承認制度導入によるステーブルコインの分別

GENIUS法では支払いや決済のために発行され、あらかじめ定められた固定価格（例：1ドル）

で償還可能なデジタル資産を「支払い用ステーブルコイン」として、その他のステーブルコインと区別している。

米国内での「支払い用ステーブルコイン」の発行を許可された発行体のみに限定し、1ドル相当のステーブルコインに対して1ドル以上の準備資産の保有及び会計事務所により監査された準備資産の月次報告等を義務付けている。また、準備資産は現預金や93日以内に満期を迎える米国債等の安全性の高い資産に限定されている。

許可された発行体により発行された支払い用ステーブルコイン（以下、「承認済みステーブルコイン」）は証券に該当しない（＝証券取引法の対象外）とする一方で、承認を得ていない発行体により発行された支払い用ステーブルコイン（以下、「未承認ステーブルコイン」）は会計上現金または現金同等物と認めず、銀行間決済における利用を禁止するという差別化が図られている。

さらに、発行の制限のみならず、販売の禁止も規定されている。法の制定日から3年を経過した日以降は、デジタル資産サービスの提供者が未承認ステーブルコインを米国内の者に対して提供または販売することが違法となる。米国外で発行されたステーブルコインについては米国と同等のステーブルコインに関する規制を有する法域で発行された場合に限り、OCC（米国通貨監督庁）への登録及び米国における償還対応に十分な準備資産を米国内の金融機関にて保管すること等を条件として提供・販売が許可される。

これらの施策により米国内で発行されるステーブルコインの準備資産は原則的に全額米ドル建て資産に紐づけられることとなる。また、準備資産への信用及び償還可能性が高いと米国政府が承認したステーブルコインに限定して流通拡大が促進

され、未承認ステーブルコインの拡大には制約が課されることとなろう。

米国政府による法的命令の遵守を義務付け

米国内での支払い用ステーブルコインの発行を許可された発行者は銀行秘密法（Bank Secrecy Act）の対象となり、マネーロンダリング防止及び制裁遵守プログラムを実施していることの証明を求められる。なおかつ、発行者は法的命令を遵守するための技術的能力を有し、遵守する場合にのみステーブルコインを発行可能とされる。

米国外で発行された支払い用ステーブルコインについても、発行者が法的命令を遵守するための技術的能力を有し、遵守する場合を除き、米国内で提供、販売、またはその他の方法で取引を可能にしてはならないとしている。この法的命令には発行した支払い用ステーブルコインの押収、凍結、消去、または移転の防止の要求、ブロック対象となる支払い用ステーブルコインまたは口座の特定等が含まれる。

これらの規定により承認の有無に関わらず、米国内で流通する米ドルにペッグしたステーブルコインは米国政府による統制の対象として法的命令を遵守することが求められる。既存の銀行ネットワークを介さないブロックチェーンの領域にも米国政府による金融制裁の効力が法的根拠をもって及ぶこととなろう。

米国型ステーブルコイン規制の国外展開

本法はステーブルコインに対する米国「内」の規制に留まらず、米国式の規制を米国「外」へ展開するための仕組みを内包している。

前述のように GENIUS 法の成立から 3 年が過ぎた後は、未承認ステーブルコインの発行のみな

らず、提供・販売も禁止される。例外的に、米国と同等のステーブルコインに対する規制を有すると米国が認めた国または地域で発行されたステーブルコインであり、なおかつ米国政府による法的命令を遵守できる場合にのみ、米国内での提供と販売が可能となる。

また、米国と同等のステーブルコインに対する規制を有すると米国が認めた国は、相互的な取り決めに締結し、国際取引や米国の支払い用ステーブルコインとの相互運用の促進を図ることができるとしている。

米国外の企業が、米国内でステーブルコインを発行する場合に留まらず、自国内で発行したステーブルコインを米国居住者に対して提供する場合や、米国の承認済みステーブルコインとの相互運用を図る場合も、自国が米国と同等の規制内容を導入することが必要となる。米国型のステーブルコイン規制の国外展開が実現すれば、発行地に関わらず米ドルに紐づいたステーブルコインに対して一定程度の統制をとることが可能となる。

4章 ステーブルコイン推進策がもたらし得る変化と各国・地域の対応、日本への示唆

1. GENIUS 法による統制がもたらす変化

GENIUS 法による統制がもたらす変化としては、①ステーブルコインの勢力図の変化、②米ドルの影響力拡大、③分散型金融の発展が考えられよう。

ステーブルコインにおける市場勢力図の変化

1 章で述べた通り、現在ステーブルコイン市場

はテザーが発行量・取引量ともに最大となっている。しかしながら、GENIUS 法が承認済みステーブルコインに要求する条件は現在のテザーの運用体制と合致しない部分が多い。

GENIUS 法では、承認済みステーブルコインの準備資産は原則上 100%米ドル建て資産として保有する必要がある、なおかつ月次ベースでの報告が求められる。テザーの準備資産のうち約 19%（2025 年 3 月末時点）が担保付融資、ビットコイン、貴金属、米国以外の国債、社債等に割り当てられており、報告は四半期ベースとなっている。現状のままでは承認を得られる可能性が低い。テザーの発行元であるテザー社は、米国内のユーザーに向けた米ドルに裏付けされたステーブルコインを新たに発行する計画があることを明らかにしている。しかしながら、新たに発行されるステーブルコインがシェアを獲得できるかは未知数である。

一方で、テザーに次ぐ取引シェアを誇るサークル社の USD Coin は準備資産を 100%米ドル建て資産として保有しており、報告を月次ベースで行い、規制により親和的な運営がなされている。承認の有無は米国内での発行可否のみならず、米国内での提供・販売可否、会計上の現金同等物としての取り扱い可否、及び銀行間決済での利用可否を左右する。規制導入は USD Coin のシェア拡大に有利に働く可能性が高く、暗号資産の領域における基軸通貨の交代につながり得る。

また、GENIUS 法は銀行グループによるステーブルコイン発行に関する規制を明確化しており、施行された場合、銀行グループによる新規参入を後押しするとみられる。大手銀行グループが参入した場合、その信頼性の高さからシェアを急激に拡大する可能性もあろう。

米ドル及び米国の影響力拡大

ステーブルコインの特徴はブロックチェーン上で作動するため、国境を越えて広く普及可能なことである。既に一部の自国通貨に対する信用が低い新興国においては、米ドル建てステーブルコインが代替的決済手段として活用されている。GENIUS 法が施行された場合、ステーブルコインに関わる法的リスクの低下と信頼性向上が図られ、個人による利用拡大のみならず、機関投資家や大手銀行グループによる本格的参入を促進することが期待できよう。その結果、米国内・外両方において米ドルにペッグしたステーブルコインの流通量が急速に増加する可能性がある。

こうした変化は国際金融における米ドルないし米国の影響力拡大につながるとみられる。同時に米国外の国にとっては自国の通貨主権が脅かされるリスクともなり得る。欧州中央銀行のチポローネ理事は 2025 年 4 月の欧州議会の経済金融委員会にて、米国によるステーブルコイン推進策が、クロスボーダー決済における米ドルの役割拡大につながり、同時に通貨主権への広範な影響を及ぼす可能性があるとして指摘している。同氏はユーロ圏が自身の金融の主導権を保持するためにデジタルユーロ（CBDC のユーロ版）導入の必要性を訴えている。

分散型金融サービスの発展

ステーブルコインの流通・保有量が拡大し、顧客層が広がれば、分散型金融サービスの提供も増加していくであろう。分散型金融(Decentralized Finance, DeFi) サービスとは、ブロックチェーン技術及びスマートコントラクトを基盤として展開される非中央集権型金融サービスである。スマートコントラクトとは、ある条件で作動するプ

ログラムをブロックチェーン上に登録し、条件が満たされた際に自動的に作動させ、結果をブロックチェーンに自動的に記録する仕組みのことである。この機能により、特定の仲介者の作業を伴わずに事前の契約に沿った金融サービスの提供を自動的に実現できる。

ステーブルコインはブロックチェーン技術に基づいて展開される分散型金融において、取引の媒介手段となる存在であると同時に、従来型の中央集権型金融システムとの橋渡しを担う存在でもある。ステーブルコインの流通拡大に伴って、ブロックチェーン上で展開される金融サービスの需要及び供給も拡大することが期待できよう。具体例としてはステーブルコインを用いた融資プラットフォームや、ステーブルコインにより利払いを行う債券の発行等が挙げられる。

仲介業務を自動化する分散型金融が拡大した場合、既存の金融機関は仲介業務の再構築を検討する必要が生じよう。

2. 多様化する各国・地域のデジタル通貨戦略

前述の通り、米国のステーブルコイン推進策は既存の銀行ネットワーク外の領域における金融ビジネスの発展と、当該領域における米ドルの影響力拡大をもたらし得る戦略である。米国がかつてのステーブルコイン慎重派から方針転換をしたことにより、これまでCBDCをデジタル通貨

戦略の中心に置いていた他の国々においても、ステーブルコインやトークン化預金を検討する動きが加速している。このため米国の動きと比較しつつ欧州、中国、香港、英国のデジタル通貨戦略を整理する。

CBDC、トークン化預金、ステーブルコインの比較

まず、デジタル通貨戦略の選択肢であるCBDC、トークン化預金について改めて整理する（図表6）。

CBDCは中央銀行が発行体となるデジタル版の法定通貨であるため、現金の法定通貨との交換比率が完全に1対1に固定される。安全性が高い点が最大のメリットと言えよう。一方で、デメリットとしてはプライバシー問題、銀行預金流出懸念、単一規格統一リスクが挙げられよう。プライバシー問題としては、CBDCを通じて国民の支払い情報が国家に集約される可能性が懸念されている。また、CBDCの個人保有が可能な場合は、銀行預金からより信頼性の高いCBDCに

図表6 デジタル通貨比較表

	CBDC	トークン化預金	ステーブルコイン (法定通貨担保型)
発行主体	中央銀行	民間銀行	民間銀行、 その他事業者
価値	発行国への信用	預金+預金保険	裏付け資産
対法定通貨 交換比率	1対1	通常1対1	1対1を基準に常に変動
メリット	安全性・信用力が高い ／金融政策との整合性	安全性が比較的高い／ 預金保険制度の対象／ 現在の金融システムと 高い親和性／ 保有者は利息受取可	既存の利用者基盤・ インフラが活用可能／ 保有者は「特典」 受取可 ※規制の可能性あり
デメリット	プライバシー問題／ 単一規格統一リスク／ 個人使用可の場合は 銀行預金流出懸念あり	他の銀行への送金は 制度・技術的課題あり	価格乖離リスク

（出所）各種資料より大和総研作成

資金が流れてしまう懸念もある。加えて、他のデジタル通貨が存在せずに一国家のデジタル通貨を CBDC に統一することのリスクも考えられる。たとえ、CBDC として導入したシステムに非効率性や脆弱性があったとしても、一度規格を統一してしまうと変更は困難が伴う。

トークン化預金は民間銀行の預金をブロックチェーンで取引できるトークンに変換したものである。銀行の預金として発行されるため、通常の場合、法定通貨との交換比率は 1 対 1 となる。ステーブルコインと比較して価格がより安定的である点がメリットとなる。また CBDC が直接個人に利用される場合と比較して、銀行の金融仲介機能を維持しやすい。加えて保有者の立場からは預金として利息の受け取りができる点や預金保険の対象となる点がメリットとなる。一方でトークン化預金のデメリットは、制度上「預金」であるため、送金先が発行元の銀行に限られることである。トークン化預金を異なる銀行に送金する方式として、既存の銀行間決済システムの活用や銀行間決済に用いる CBDC（トークン化中央銀行預金と呼ばれることもある）の活用が模索されている。

ステーブルコインのメリットは、クロスボーダー決済の利便性向上に加えて、開発途上にある CBDC、トークン化預金と比べて、既に広い利用者基盤と充実したインフラが揃っている点である。また、トークン化預金のような送金先の制約がない。一方でデメリットは既に米ドルにペッグしたテザーと USD Coin による寡占状態にある点が指摘できよう。また、銀行預金流出懸念も挙げられる。保有者への利息の付与は制度上禁止される傾向にあるが、利息と異なる形態として「特典」という形でステーブルコイン保有者に準備金運用益を一部還元する仕組みが形成されている。

この点については実質的に付利に近い行為として規制すべきとの声が出ている。

各国・地域のデジタル通貨戦略

図表 7 は各国・地域の通貨戦略をまとめたものである。

米国

米国がステーブルコインを主眼に置いていることは前述の通りである。現在流通している 2 大ステーブルコインのいずれも米ドルにペッグしている点、ステーブルコインが米国債需要を生み出せる点、プライバシー問題を回避できる点等から、ステーブルコインを中心に据えることは米国にとって合理的な選択といえよう。2025 年 10 月には米大手銀行 3 行が国外大手銀行 7 行と共同で G7 の通貨にペッグするステーブルコインの共同発行に関する検討を開始している。なお、銀行のみならず、アマゾンやウォルマート等の大手小売業も決済にかかるコスト削減手段としてステーブルコイン発行に関心を示している。トークン化預金への取り組みも早期から行っており、2019 年 2 月から JP モルガン・チェースが単独でトークン化預金である JPM コインを発行していた。2025 年 11 月には JPM コインのパブリックブロックチェーン上での取引が正式に開始している。

EU

EU は長きにわたりユーロ版 CBDC であるデジタルユーロの開発に取り組んできた。デジタル通貨戦略においては引き続き CBDC に軸足を置きつつも、米国の方針転換を受けて、通貨主権を維持する手段としてステーブルコインの重要性が高まってきている。2025 年 10 月に開催された

図表7 各国のデジタル通貨戦略比較

国・地域	主眼	ステーブルコイン包括的規制	ステーブルコイン事例	トークン化預金事例
米国	ステーブルコイン	GENIUS法 2025年7月成立(施行前)	USDC (サークル社) G7通貨建てのステーブルコイン発行計画にバンク・オブ・アメリカ、シティグループ、ゴールドマンサックスが参加。	JPMコイン
EU	CBDC	MiCA規制 - ステーブルコインに関する規則は2024年6月施行	EURC (サークル社) EURCV (ソシエテ・ジェネラル) Qivalis計画 (蘭INGや仏BNPパリバ等10行が参加。2026年後半発行を目指す) G7通貨建てのステーブルコイン発行計画にBNPパリバ等が参加。	
中国	CBDC	暗号資産の一種として発行・取引等を禁止		
香港	CBDC中心 →ステーブルコイン・トークン化預金も模索	「ステーブルコイン条例」 2025年8月発効	スタンダードチャータード銀行、HKT等が共同ベンチャーを設立し発行ライセンス申請中	アンサンブルTX計画: 中国銀行(香港)、中国建設銀行(アジア)、スタンダードチャータード銀行、香港上海銀行等7行が参加。
英国	トークン化預金	2026年に包括的規制導入予定	G7通貨建てのステーブルコイン発行計画にパークレイズが参加。	Barclays, HSBC, Lloyds Banking Group等大手銀6行が共同で実証実験を実施
日本	CBDC、ステーブルコイン、トークン化預金	2022年改正資金決済法(2023年6月施行)よりステーブルコインに関する規制を導入	みずほ銀行、三菱UFJ銀行、三井住友銀行によるステーブルコイン共同発行計画 JPYC (JPYC社) G7通貨建てのステーブルコイン発行計画に三菱UFJ銀行が参加。	DCJPY (GMOあおぞらネット銀行、ゆうちょ銀行)

(出所) 各国中央銀行、金融当局、各種報道より大和総研作成

ユーロ圏首脳会議では、デジタルユーロは欧州の戦略的自律性と経済安全保障に寄与し、ユーロの国際的役割を強化するための戦略的な機会を提供するとして、発行に向けた計画を加速する必要性を訴えた。現在の計画では2026年中にデジタルユーロ創設に向けた規則を採択し、2027年半ばからパイロット実験を開始、2029年中にデジタルユーロの初回発行を目指している。

一方で2025年7月に公表された欧州中央銀行のブログ記事では、米国のステーブルコイン推進策が通貨主権の侵害につながるリスクを警戒し、その対抗策の一つとして、EUの規制に準拠したユーロ建てステーブルコイン発行を支援することが提示されている。なお、EUは米国に先んじてステーブルコインを含む暗号資産に関する包括的規制である暗号資産市場規則(The Markets in

Crypto-Assets Regulation、以下MiCA)を施行(ステーブルコイン関連規則は2024年6月に先行して適用を開始、2024年12月に全面適用を開始)しており、既にMiCAに準拠する形で複数のユーロ建てステーブルコインが発行されている。本稿執筆時点においてもオランダのINGやフランスのBNPパリバ等10行による共同発行計画が進行中である。

中国

中国は脱米ドル依存を目的として、世界に先駆けてCBDCの研究開発を行ってきた。人民元版CBDCであるデジタル人民元は正式発行の時期こそ明確化されていないものの、小口決済の領域では多数の大規模なパイロット実験を実施済みであり、クロスボーダー決済の領域においても複

数の中央銀行・金融当局と共同で行う実証実験を完了している。米国の方針転換を受けて、一時2025年8月にはロイター社により中国政府がステーブルコイン発行を検討している旨が報道されたが、2025年11月にステーブルコインを暗号資産の一種として発行・取引を明確に禁じる声明が公表された。ステーブルコインについて、現時点では顧客の本人確認やマネーロンダリング防止等の要件を効果的に満たすことができず、マネーロンダリング、集団詐欺、違法な資金の越境移転等の不正行為に利用されるリスクが存在すると指摘している。

トークン化預金は、仕組み上広義のステーブルコインに含まれることもあるが、「声明」ではトークン化預金がステーブルコインの一種として禁止されるか否かについて言及はなかった。筆者の考えとしては、中国はトークン化預金を通貨戦略の選択肢から完全に除いてはいないと考えている。やや古い情報になるが、2020年11月に周小川元人民銀行総裁が行った講演では想定されるデジタル人民元の発行・流通の仕組みの一つとして民間銀行がデジタル人民元を発行する仕組みを挙げていた。民間銀行が個人・企業から現預金を受け取り、受け取った金額分を中央銀行に預け、中央銀行が発行許可を行い、民間銀行が個人・企業にデジタル人民元を発行するという形式である。中国人民銀行と民間銀行等を繋ぐシステムを統一する一方で、民間銀行等とデジタル人民元のユーザーを繋ぐシステムは各銀行に開発を委ねることで技術競争による効率化が期待できるとしていた。この民間銀行が発行するデジタル人民元は現在のトークン化預金に近い印象を受ける。現時点で中国本土内において目立ったトークン化預金発行計画は見当たらなかったものの、後述する香

港におけるトークン化預金の共同開発計画には中国銀行と中国建設銀行が参加している。

香港

香港は当初 CBDC に主眼を置く傾向にあったが、現在は CBDC、ステーブルコイン、トークン化預金の全方位に取り組みを進めている。アジアの金融ハブとして多様なデジタル通貨の受け入れ態勢を整備する狙いがあると推測される。

CBDC については小口決済の実証実験を進める一方でクロスボーダー決済網を構築する mBridge 計画にも参画している。

2025年8月にはステーブルコイン条例が施行され、ステーブルコインの発行についてライセンス制度が導入された。2026年に最初の発行ライセンスが付与される予定である。ただし、中国本土におけるステーブルコインの発行・取引禁止の決定が香港のステーブルコイン関連政策に影響を及ぼすかは、今後の動向を注視する必要があるだろう。

トークン化預金については2024年からアンサンブル計画と称して、民間銀行のトークン化預金を繋ぐ金融インフラの構築を模索している。2025年11月からはパイロット段階に入り、アンサンブル TX に名称を変更している。中国銀行（香港）、中国建設銀行（アジア）、スタンダードチャータード銀行、香港上海銀行等7行が参加している。

英国

英国は安全性と利便性の両立という観点からトークン化預金の開発に注力している。イングランド銀行のベイリー総裁は、「ステーブルコインは銀行システムから資金を引き出し、信用創造や金融政策の効力に悪影響を与える可能性がある」と

し、「銀行はステーブルコインではなくトークン化預金を進めるべき」との見解を示している。このため 2026 年の導入を目指して現在進めているステーブルコインに対する規制案は保守的な内容となっており、準備資産の一定割合を中央銀行預金とすることや、個人・企業に対しステーブルコイン保有上限額を設定することが検討されている。

(日本：参考)

日本においては CBDC、ステーブルコイン、トークン化預金のいずれにおいても取り組みが進められている。ステーブルコインについては他の先進国に先駆けて資金決済法を改正する形で法規制を整備した。なお、同法に基づき日本の制度上、法定通貨担保型ステーブルコインは電子決済手段と定義され、他の暗号資産と区別されている。2025 年 9 月には当該規制に基づく形で日本国内初の日本円建てステーブルコインである JPYC が JPYC 社より発行されている。また、みずほ銀行、三菱 UFJ 銀行、三井住友銀行によるステーブルコインの共同発行計画も公表されている。

3. 決済市場の展望と日本への示唆

以上で確認したように米国の方針転換を契機に各国・地域のデジタル通貨戦略が加速・多様化している。各国・地域はそれぞれの国内事情に応じて異なるデジタル通貨を主眼においており、クロスボーダー決済システムは複雑化することが予想される。次世代の送金ネットワークの構成については、三つのシナリオが考えられる。一つ目は、ステーブルコインが広範に普及し、決済インフラの中核を担うシナリオである。二つ目は、CBDC とトークン化預金を組み合わせた形式が主流となるシナリオである。民間銀行はトークン化預金を

発行し、異なる銀行間のトークン化預金の決済やクロスボーダー決済において CBDC（※このケースの場合はトークン化中央銀行預金と称される傾向にある）によって補完する構造である。三つ目は、国・地域ごとに第一または第二のシナリオが優勢となり、両者が混在する状態が相当期間続くシナリオである。

なお、トークン化預金と組み合わせずに CBDC が単独で主流となるシナリオを除外した理由は、銀行預金からの資金流出や金融仲介機能が毀損する可能性を考慮したためである。金融インフラが未整備の国においては CBDC を個人による小口決済の領域にまで普及させることも効率的となるが、主要先進国においては銀行の信用創造機能を損ねることを防ぐため CBDC は銀行間決済の領域に留め、トークン化預金を併用することが現実的な路線となるのではないだろうか。

ステーブルコインの主要な用途が暗号資産取引の媒介にとどまっており、CBDC は試験的段階、トークン化預金提供開始されて間もない現時点で、いずれのシナリオが優勢であるか現時点で判断は困難である。

IMF は、CBDC が導入された後のステーブルコインとの併存可能性については両者の設計により利用目的の住み分けがされるか否かに左右される、としている。ステーブルコインが安全性を確保し、決済システムに統合され、さらに中央銀行準備金による完全な裏付けや決済システムへのアクセスが認められる場合、CBDC の代替としての性格が強まり競合が生じ得ると指摘している。他方、経済的・法的・技術的な特性の違いに応じて異なるユースケースに焦点を当てる場合には共存も可能とみている。

一方、BIS の見解はやや第二シナリオ寄りであ

る。ステーブルコインは貨幣の要件を満たせず、暗号資産取引のゲートウェイとしての役割を除くと将来的な役割は不明確としている。また、同時にトークン化された中央銀行準備金、民間銀行預金、政府債という「三位一体」の金融システムが論理的な次のステップであるとしている。

日本への示唆：リスク面からは CBDC 導入が望ましいが、目下は多様な決済手段の混在に備え選択肢を絞らず検討を

筆者の意見としては、日本においては CBDC とトークン化預金を組み合わせた形式が現行の金融構造と親和的であり、なおかつ安定性・効率性・相互運用性をバランスよく満たす最適なパターンと考える。ステーブルコインは、通常時は法定通貨に近い価格を維持し、信用不安が生じた際に急変動するという特性を持つ。これを防止するために法規制と監督体制が導入されている。しかし、それらがステーブルコインの価値を長期的に安定させるメカニズムとして正しく機能しなければ、ステーブルコインを日本国内での利用及びクロスボーダー決済での利用の中心に据えることは、システミックリスクを意図せず拡大してしまう懸念がある。加えて、ステーブルコインを用いたクロスボーダー取引には、既に米ドルにペッグした事実上の基軸通貨であるテザーと USD Coin が存在する。ネットワーク効果は利用者が多いほど利便性を高めるため、逆に新規に発行されるコインの参入障壁となる。円建てステーブルコインは、クロスボーダー決済の領域において米ドル建てステーブルコインの国内における交換先に留まる懸念がある。よって、円のクロスボーダー取引における利用を増やすという点では未開拓かつ基軸通貨が不在である CBDC を用いた取引がより期待

値が高いと考えられる。

だが、先に示した通り、今後の決済の在り方は複数のシナリオが想定される。したがって、日本の政策選択としては、目下は選択肢を絞らずステーブルコイン、トークン化預金、CBDC のいずれにおいても開発を継続し、知見を深める必要性があろう。既に流通基盤が存在し、CBDC やトークン化預金と比較して制度上の制約が少ないステーブルコインの開発は、仮に CBDC 及びトークン化預金が将来的に主流となったとしても、技術・運営面の実践的経験の蓄積として有意義であろう。今後は決済の多様化ないし分断化に備え、各形態のデジタル通貨をいかに受け入れ、相互運用性を確立させる、あるいは規制するかについて、制度とシステムの両面で整合的な対応が不可欠となる。官民連携による実証と国際標準化の進展を踏まえ、段階的かつ柔軟な戦略を採用することが、金融仲介の健全性を維持しつつ次世代の決済インフラの社会的便益を最大化するための鍵となろう。

[著者]

中田 理恵（なかだ りえ）



経済調査部
AI アナリティックリサーチ室
研究員
担当は、内外経済、
データサイエンス

鈴木 利光（すずき としみつ）



ニューヨークリサーチセンター
主任研究員（NY 駐在）
担当は、金融制度